



GENERALI
INVESTMENTS

COMMUNICATION À DESTINATION
DES INVESTISSEURS PROFESSIONNELS EN FRANCE

THÈMES D'INVESTISSEMENT POUR 2025

Notre feuille de route pour le nouveau
paysage de l'investissement

Your Partner for Progress.



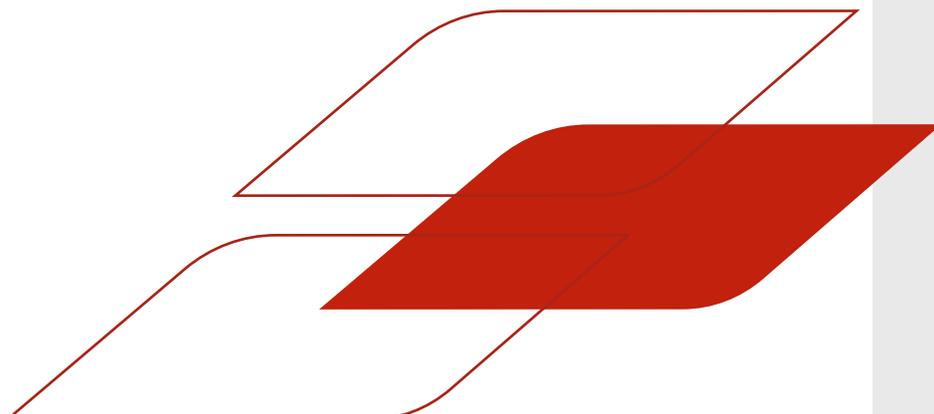
INTRODUCTION

L'économie mondiale a évité la récession pour la deuxième année consécutive. L'inflation a commencé à ralentir et les principales banques centrales ont entamé un nouveau cycle de réduction des taux. Cependant, le risque géopolitique a augmenté sur fond de calendrier électoral particulièrement chargé dans le monde.

Comment le retour de Donald Trump à la Maison Blanche affectera-t-il les perspectives économiques aux États-Unis, en Europe et dans le reste du monde ? Comment les investisseurs peuvent-ils se positionner face à des perspectives de croissance mondiale de plus en plus divergentes ? L'inflation va-t-elle reprendre en 2025 ? Et dans quelle mesure l'adoption de l'IA se poursuivra-t-elle ? Pour répondre à ces questions et d'autres encore, les sociétés de gestion spécialisées et affiliées de Generali Investments présentent leurs points de vue sur les risques et les opportunités pour 2025.

SOMMAIRE

PERSPECTIVES MACROÉCONOMIQUES	3
STRATÉGIES LIQUIDES	4
Obligations	5
Actions	10
Multi Actifs	14
Stratégies alternatives	16
DETTE PRIVÉE & ACTIFS RÉELS	17
Dette Privée	18
Infrastructure	19
Immobilier	20



VUE D'ENSEMBLE

L'équipe de Recherche macroéconomique et Marchés de Generali Asset Management présente les thèmes clés analysés pour 2025.

L'année 2025 sera marquée par la mise en œuvre des « *Trumponomics* ». L'exceptionnalisme économique américain devrait perdurer, toutefois, les Républicains ayant en ligne de mire les élections de mi-mandat, il ne serait pas judicieux de risquer un nouveau choc inflationniste. Nos thèmes clés pour 2025 comprennent également l'impact de l'innovation technologique et les préoccupations croissantes concernant la viabilité de la dette souveraine.

1. Victoire écrasante de Trump : nouveaux défis et nouvelles opportunités

L'une des questions clés pour 2025 est de savoir si le président Trump ira "jusqu'au bout" de ses piliers politiques : **A)** la déréglementation (banques, énergie, etc.) ; **B)** les réductions d'impôts ; **C)** les droits de douane ; et **D)** l'immigration. L'année 2024 a été très intense sur le plan électoral ; l'inflation et les inégalités ont été des facteurs clés de la mauvaise performance des gouvernements sortants (États-Unis, Royaume-Uni, France et même Japon). Les politiques de Trump ne porteront pas sur ce sujet (les réductions de l'impôt sur les sociétés soutiendront des marges de revenus nettes élevées). Mais il pourrait y réfléchir à deux fois en ce qui concerne l'inflation.

Les citoyens sont toujours préoccupés par les niveaux de prix élevés, c'est pourquoi Trump pourrait ne pas s'engager pleinement dans les politiques les plus inflationnistes (droits de douane ex-Chine, déficit budgétaire et immigration). Si, au contraire, il continue sur sa lancée, ce sera un vrai casse-tête pour le ministère des Finances. Notre scénario central prévoit des gains modestes en dollar à partir de niveaux déjà élevés. Mais une politique très agressive, notamment en matière de droits de douane, pourrait exacerber la force du dollar et menacer la stabilité financière. Au contraire, un « *Grand deal* » avec les pays partenaires entraînerait un repli du dollar.

2. Risques d'inflation des deux côtés de l'Atlantique

Les taux d'inflation ont baissé en douceur depuis les pics atteints en 2022 (9 % aux États-Unis, > 10 % dans la zone euro). Mais les hausses de prix persistantes dans les services compliquent la dernière ligne droite vers l'objectif de 2 %, car la croissance des salaires ralentit lentement. Les risques de hausse persistent donc pour 2025, notamment aux États-Unis, dans un contexte de croissance encore solide. Les projets de Trump concernant les droits de douane, les réductions d'impôts et les restrictions à l'immigration augmentent les risques à moyen terme.

Cependant, dans la zone euro, le risque d'inflation semble désormais double. L'économie peine à prendre de l'élan. Les droits de douane américains auraient un effet désinflationniste de ce côté-ci de l'Atlantique (indépendamment des mesures de riposte probables), ce qui ajouterait aux répercussions possibles de la déflation chinoise. La BCE dispose ainsi d'une plus grande marge de manœuvre pour réduire ses taux (-150 pb à 1,75 %) que la Fed (-100 pb à 3,50-,75 %) par rapport aux niveaux de fin novembre.

3. Productivité : l'Europe peut-elle rattraper son retard ?

L'écart de productivité transatlantique s'est creusé, les progrès annuels sur la période 1995-2020 dans la zone euro (1,0 %) ne représentant que la moitié de ceux des États-Unis (2,1 %). Depuis 2020, la production horaire dans la zone euro a quasiment stagné, tandis que les États-Unis ont presque retrouvé leur niveau d'avant la pandémie.

Un léger rattrapage européen est possible à court terme, car la productivité de la zone euro est plus cyclique et une légère reprise en 2025 favorisera ce rattrapage. À plus long terme, cependant, les États-Unis semblent beaucoup mieux armés pour récolter les fruits de l'IA et d'une déréglementation plus poussée, tandis que l'Europe continue de lutter pour s'accorder sur une union bancaire et un marché unique des services, étapes essentielles pour stimuler l'innovation et renforcer les économies d'échelle et la concurrence.

4. Viabilité de la dette, un autre « *Truss moment* » en vue ?

Les obligations d'État se sont dépréciées - de manière considérable mais ordonnée - au cours des deux dernières années, sur la base des écarts de rendement, de part et d'autre de l'Atlantique. Cette évolution reflète de nombreux facteurs, notamment l'augmentation importante de la dette publique, la baisse des taux d'intérêt et les difficultés des bilans bancaires. La pentification de la courbe des rendements au cours du cycle de réduction des taux pourrait soutenir la tendance et maintenir les obligations bon marché en valeur relative. Les tensions sur les OAT ont mis en évidence le risque souverain idiosyncratique.

Pourrait-on assister à une évolution similaire aux États-Unis ? Nous pensons que l'appétit des Républicains pour une forte relance budgétaire est limité (le déficit représente déjà plus de 6 % du PIB). Le niveau du dollar américain offre également une certaine marge de manœuvre. Un léger assouplissement de la politique budgétaire allemande semble probable après les élections de février, tandis que la France pourrait bien avoir besoin d'une nouvelle élection au cours de l'été avant de prendre une direction claire. Le statut « sans risque » des obligations souveraines a été mis à mal, ce qui implique des primes de risque structurellement plus faibles que par le passé¹.

OBLIGATIONS



**MAURO VALLE**Head of Active Fixed Income,
Generali Asset Management

Des économies divergentes : évolution des taux dans la zone euro vs. États-Unis

En 2025, l'impact d'éventuels droits de douane des États-Unis sur les exportations européennes constituera une préoccupation majeure pour les obligations européennes. L'Allemagne, moteur économique de la zone euro, est au premier plan face à ce risque. L'économie allemande, déjà mise à rude épreuve, est aujourd'hui confrontée à une double menace : les risques tarifaires ciblant son secteur automobile et l'instabilité politique. L'effondrement de son gouvernement de coalition a conduit à des élections anticipées et à un budget provisoire pour 2024, ce qui limite les nouvelles politiques. Par conséquent, la croissance du PIB allemand, qui devrait se redresser en 2025, devra à nouveau faire face à des risques de baisse.

Les prévisions de croissance de la zone euro seront probablement revues à la baisse au cours des prochains trimestres. En revanche, les États-Unis font preuve d'une solide résilience macroéconomique, avec le risque que les pressions inflationnistes augmentent à nouveau à mesure que les politiques de l'administration Trump entreront en vigueur. Après les dernières baisses de taux de la Fed, les marchés ont revu à la hausse leurs attentes en matière de taux directeurs. La BCE, en revanche, confrontée à la fragilité de l'économie et à une tendance continue à de la désinflation, pourrait prolonger son cycle de réduction des taux, ce qui pourrait faire passer le taux directeur sous la barre des 2 %. Des trajectoires économiques divergentes ont creusé l'écart de taux entre les États-Unis et la zone euro de 50 points de base au cours des derniers mois de 2024. D'abord alimenté par la hausse des taux américains, l'écart pourrait bientôt refléter une baisse des rendements des Bunds. Les rendements allemands à 10 ans ont dépassé

les taux de swap de l'UE, signalant la fragilité de l'économie, les retombées potentielles des tarifs douaniers américains et les dépenses budgétaires anticipées. Bien qu'un nouvel élargissement de l'écart soit possible, le taux des obligations allemandes devrait se stabiliser dans la fourchette 2 %-2,2 % à court terme.

L'impasse politique en France reste une préoccupation à l'horizon 2025. Les écarts entre les obligations françaises et allemandes ont augmenté de 70 à 95 points de base. L'impasse politique ne sera pas résolue rapidement et il est difficile de dire si les récents événements seront favorables pour les taux français. Il existe un risque significatif que le marché teste le spread de 100 points de base à partir de janvier, avec la reprise des activités de financement. Les perspectives de l'Italie sont relativement stables, les écarts de rendement du BTP étant soutenus par un budget respecté et un déficit en baisse. La croissance devrait refléter les moyennes de l'UE malgré le ralentissement de l'Allemagne. L'Espagne continue de surperformer, grâce à une croissance de plus de 3 % et à une marge de manœuvre en matière de politique budgétaire, ce qui permet à ses obligations de rester performantes. Dans l'ensemble, il semble que nous entrions dans une période où les taux de la zone euro convergent, en raison des tendances économiques variées, des capacités à gérer les dépenses fiscales et des impacts géopolitiques mondiaux. À l'avenir, les différenciations faites par les marchés entre les pays « core » et les pays périphériques pourraient se poursuivre, mais elles seront moins importantes qu'au cours des périodes précédentes, et l'accent sera mis davantage sur le profil rendement/risque des obligations de la zone euro dans son ensemble.

**CINDY BEAULIEU**CIO North America,
Conning

Une perspective favorable pour les obligations américaines, malgré une volatilité persistante

Les marchés obligataires américains ont généré des rendements élevés dans la plupart des secteurs en 2024, ce qui n'a pas été évident compte tenu de la volatilité des taux d'intérêt tout au long de l'année. Les incertitudes géopolitiques et politiques ont créé un contexte difficile pour prendre des décisions tactiques en matière d'allocation d'actifs. L'orientation incertaine de la politique monétaire américaine est venue compliquer le tout. Lorsque le FOMC (*Federal Open Market Committee*) a finalement commencé à baisser les taux en septembre 2024, en procédant à une réduction agressive de 50 points de base, les marchés ont poussé un soupir de soulagement collectif en constatant que la Réserve fédérale américaine était disposée à utiliser ses outils pour éviter un ralentissement économique. Alors que les problèmes géopolitiques mondiaux persistent, l'incertitude politique aux États-Unis a été atténuée car les résultats de l'élection présidentielle et des élections du Congrès sont désormais connus. À l'horizon 2025, la poursuite de l'assouplissement de la politique monétaire et la clarté de la composition du gouvernement américain assurent la stabilité. L'économie américaine repose sur des bases solides : le PIB pourrait augmenter d'environ 2,8 % en 2024, le taux de chômage se maintient dans la fourchette basse de 4 % et les consommateurs américains contribuent activement à l'économie grâce à la solidité du marché du travail, malgré la persistance des pressions inflationnistes. Néanmoins, les questions restent nombreuses : jusqu'où et à

quel rythme la Fed va-t-elle abaisser ses taux et dans quelle mesure les décisions de politique budgétaire vont-elles avoir un impact sur l'économie et les marchés ? Nous pensons que la volatilité des marchés devrait rester élevée en 2025.

D'un point de vue théorique, nous restons favorables à la quasi-totalité des secteurs du marché. Les spreads sont serrés, en particulier pour les obligations d'entreprises Investment Grade, les obligations High Yield et les marchés émergents de haute qualité. Toutefois, avec la hausse des taux d'intérêt, le potentiel de rendement global privilégie une pondération du marché pour les obligations d'entreprises Investment Grade, notamment en raison de l'amélioration des données dans la plupart des secteurs d'activité. Dans le même ordre d'idées, les investissements privés offrent un rendement encore plus élevé pour les investisseurs pouvant renoncer à la liquidité. Les secteurs structurés offrent la meilleure opportunité de combiner des actifs de haute qualité avec des rendements attractifs, en particulier les titres adossés à des agences et les titres adossés à des créances hypothécaires non liées à des agences. Nous continuons à voir de la valeur dans le secteur spécifique des titres adossés à des actifs en raison de la diversification et des rendements élevés apportés aux portefeuilles. Enfin, les obligations municipales constituent un autre investissement de haute qualité, la meilleure valeur relative se trouvant dans les obligations à durée longue².

² Source des données : Bloomberg au 26 novembre 2024



SIMON THORP
CIO Global Credit,
Aperture Investors

Les marchés divisés restent attrayants pour le crédit long-short

Le principal moteur de la solidité des marchés du crédit en 2024 a été la baisse continue de l'inflation, qui a permis de limiter les baisses de taux, tandis que la croissance est restée positive. Les flux vers la classe d'actifs ont été importants. Cependant, au cours du quatrième trimestre 2024, il semble que ce scénario « Boucles d'or » ait été menacé. Nous avons constaté une faiblesse économique accrue dans toute l'Europe en raison de la baisse de la demande et des exportations (en particulier vers la Chine). Cette situation a été exacerbée par le résultat des élections américaines et la menace de tarifs douaniers de la part de la nouvelle administration. En outre, l'absence d'un leadership fort en Europe pour faire face aux menaces des États-Unis et de la Chine est préoccupante.

Dans le même temps, les États-Unis devraient connaître une forte croissance l'année prochaine, grâce aux réductions d'impôts et à l'augmentation des dépenses budgétaires. Les marchés des taux d'intérêt, du crédit et des actions ont commencé à prendre en compte cette divergence.

En ce qui concerne le marché du crédit, nous nous attendons à ce que les flux de capitaux restent importants, les investisseurs se tournant vers les obligations européennes investment grade au profit des obligations américaines investment grade, tandis que les obligations européennes high yield et leveraged loans (Bs & CCCs), plus faibles, devraient sous-performer à mesure que le potentiel de hausse des taux de défaut est pris en compte dans la fixation

des prix du marché.

Nous pensons que la croissance européenne sera soutenue par des baisses de taux, des mesures de relance budgétaire et peut-être une relance de l'économie chinoise, car le président élu Trump pourrait faire plus de peur que de mal.

Nous pensons que 2025 commencera probablement dans un contexte similaire à celui de 2024, avec des niveaux de rendement très attractifs mais des spreads de crédit historiquement serrés. Nous pensons trouver les positions longues les plus attractives dans les crédits classiques qui deviennent décotés ou négligés, les prêts à effet de levier qui bénéficient de taux plus élevés à long terme et les situations spéciales qui conviennent à notre mandat d'investissement plus flexible. Les secteurs procycliques devraient rester sous pression, tandis que nous sommes prudents à l'égard des crédits français et allemands, car le risque politique reste élevé.

Nous pensons que les niveaux élevés de dispersion des spreads qui existent actuellement sur les marchés du crédit se maintiendront, offrant un ensemble d'opportunités attrayantes, à la fois à long et à court terme, pour les investisseurs avisés. À l'approche de la fin de l'année, nous constatons que le marché global reste solide, mais qu'il devient de plus en plus divisé. Les crédits sous-performants sont sévèrement sanctionnés, ce qui accroît la portée de ces opportunités.

Est-ce que 2025 est le bon moment pour reprendre le chemin du marché obligataire ?

Après une nette reprise en 2023, le crédit s'est bien comporté en 2024, grâce à la solide rentabilité des entreprises. Les fondamentaux des entreprises restent résilients dans un contexte de croissance modérée et les taux de défaut restent relativement faibles. À l'avenir, malgré les tensions géopolitiques et une croissance économique atone, nous ne voyons aucun signe de détérioration significative du risque de crédit.

Maintenant que le pic d'inflation est derrière nous, les banques centrales entrent dans un cycle d'assouplissement avec une plus grande visibilité dans la zone euro, et les taux ont commencé à s'ajuster à la baisse. Nous pensons que dans les années à venir, les taux devraient continuer à baisser progressivement. Grâce à la combinaison des taux et des écarts de rendement, les notations inférieures du segment « investment grade » (BBB) et les notations supérieures du segment « high yield » (BB) offrent encore actuellement un profil de rendement attractif. Les taux de dépôt de la BCE étant en forte baisse par rapport à leur pic de 4 % au cours du premier semestre 2024, nous considérons qu'il s'agit d'une opportunité pour les investisseurs de privilégier les stratégies obligataires afin de continuer à générer des rendements attractifs alors que les rendements des liquidités devraient baisser rapidement.

Les années 2023 et 2024 ont été des années particulièrement favorables à l'augmentation des investissements dans les obligations et nous considérons que 2025 pourrait être la période de transition pour investir dans les obligations d'entreprises.

Nous considérons le crédit responsable comme une opportunité particulièrement porteuse au sein du segment, notamment pour les entreprises qui adoptent des pratiques plus durables. Année après année, nous constatons un engagement croissant des émetteurs à améliorer leurs profils ESG et cette tendance devrait se poursuivre en 2025. Les fonds Article 9 qui investissent dans des entreprises engagées dans la transition écologique constituent une alternative intéressante pour saisir ces opportunités dans l'univers du crédit ISR. Chez Sycomore Asset Management, nous évaluons de manière proactive les obligations liées au développement durable (SLB) ainsi que les obligations à impact environnemental et nous augmentons nos investissements dans nos différentes stratégies. La pression croissante exercée sur le secteur automobile en raison d'un risque tarifaire potentiel et d'une baisse de la demande au niveau mondial pourrait offrir des opportunités d'investissement attractives dans des entreprises proposant des solutions de mobilité ou des produits ayant un impact positif sur l'environnement. Dans le cadre du cycle actuel d'assouplissement des banques centrales, les obligations d'entreprises offrant toujours des rendements attractifs, nous pensons que la tendance observée ces deux dernières années, à savoir l'augmentation de l'allocation au crédit d'entreprise, devrait se poursuivre en 2025. Il est également important de garder à l'esprit que les marchés primaires sont très dynamiques, offrant à la fois un large éventail d'opportunités d'investissement et des primes attractives avec un alignement croissant sur les objectifs ESG.



**STANISLAS
DE BAILENCOURT**
Head of Asset Allocation
and Fixed Income,
Sycomore Asset
Management

Une solide année en perspective pour les prêts à effet de levier et les CLOs américains



MICHAEL NECHAMKIN

Chief Investment Officer &
Senior Portfolio Manager,
Octagon Credit Investors

La stabilité relative des prêts à effet de levier américains à taux variable et des tranches de dette CLO s'est distinguée dans le contexte de taux d'intérêt volatils observé en 2024. Cette tendance devrait se poursuivre en 2025. Avec des rendements totaux attractifs par rapport aux obligations d'entreprises high yield et investment grade, et avec des coupons basés sur le SOFR qui sont réinitialisés tous les 1 à 3 mois, les prêts américains à taux variable et les tranches de dette CLO offrent une durée de taux d'intérêt minimale (0,25 an ou moins) et un profil de risque/rendement attractif. L'amélioration de l'environnement des bénéficiaires et des perspectives de crédit, ainsi que le soutien technique du marché, devraient favoriser le développement de ces instruments en 2025.

Les tranches de dette CLO de qualité supérieure affichent des rendements élevés et un risque de défaillance plus faible. Les tranches de dette CLO sont émises avec des notations allant de AAA à BB, en plus d'une tranche d'actions qui agit en tant que position de première perte. Malgré des rendements comparativement plus élevés que ceux de la dette d'entreprise de même notation, les tranches de CLO de première qualité (notées AAA-A) se sont révélées solides face aux pertes au cours de multiples cycles de crédit ; selon Moody's Analytics, les tranches de CLO américaines notées AAA et AA n'ont jamais subi de perte de capital³.

Lorsque les perspectives de taux d'intérêt ont évolué au cours de l'année 2024, les prêts américains et les tranches de dette CLO ont affiché une volatilité moindre par rapport à d'autres segments du marché obligataire. Grâce à leur coupon à taux variable, les prêts et les tranches de dette CLO constituent une couverture intégrée contre la hausse des taux d'intérêt et le risque de prix lié à la durée. Les rendements devraient continuer à bénéficier des anticipations d'une hausse du taux final des fonds souverains.

2025 devrait être une nouvelle année solide pour la création de CLO aux États-Unis. Traduisant la demande accrue des investisseurs, l'émission quasi record de CLO en 2024 a apporté un soutien technique solide au marché américain des prêts à effet de levier, face à une offre réelle limitée de prêts nets. Les CLO - les plus grands détenteurs

de prêts américains - sont des acheteurs stables, non liés au marché, ce qui contribue à limiter la volatilité d'origine technique et le risque excessif sur le marché des prêts, puisque les portefeuilles de CLO doivent respecter de nombreuses exigences en matière de qualité de crédit et de diversification.

La croissance économique attendue et les réductions progressives des taux d'intérêt en 2025 devraient constituer une toile de fond constructive. Nous sommes convaincus que les tendances des bénéficiaires seront globalement positives et que les fondamentaux du crédit vont s'améliorer. Les indicateurs de risque à long terme indiquent de meilleures perspectives de défaut : le rythme des révisions à la baisse des notations s'est ralenti et moins de prêts sont négociés à des niveaux défavorables. Les défaillances classiques (c'est-à-dire dues à des retards de paiement et à des dépôts de bilan) ont considérablement diminué, bien que les échanges en difficulté et autres exercices de gestion du passif (restructuration de la dette en dehors d'un processus de faillite classique) soient devenus plus fréquents.

Les écarts de taux des prêts américains devraient se resserrer davantage. Les spreads des obligations d'entreprises américaines Investment Grade and High Yield se sont resserrés jusqu'à atteindre des niveaux records et les rendements tout compris sont inférieurs aux rendements des prêts. Malgré la récente contraction des écarts, la baisse des taux de base et la hausse des prix, les rendements des prêts américains restent attractifs d'un point de vue historique, avec un rendement moyen à l'échéance se situant dans le 86e centile⁴ au moment de la rédaction de ce rapport. Les spreads des CLOs se sont également resserrés de manière significative, mais offrent toujours un rendement supplémentaire considérable par rapport aux actifs de crédit ayant une notation comparable.

Source des données au 27 novembre 2024

³Source : Comprend toutes les tranches de CLO à flux de trésorerie américains notées par Moody's à la fin de l'année 2023. La « perte de capital » fait référence à la dépréciation. Il y a dépréciation lorsque les investisseurs reçoivent, ou s'attendent à recevoir avec une quasi-certitude, une valeur inférieure à celle à laquelle ils pourraient s'attendre si le débiteur ne connaissait pas de difficultés financières ou n'était pas empêché par un tiers d'effectuer ses paiements, même si l'acte de fiducie ou l'accord contractuel ne fournit pas à l'investisseur un recours naturel pour de tels événements, tel que le droit de demander la mise en faillite. Source : Moody's Investors Service : Moody's Investors Service « Impairment and loss rates of Global CLOs : 1993-2023 » (24 juin 2024). Les taux de dépréciation passés ne sont pas une indication/garantie des taux de dépréciation futurs.

⁴Source : BofA Global Research, US Leveraged Loan Strategy « Collateral Thinking : Demand strong, higher net supply in 2025 » (15 novembre 2024).



WITOLD BAHRKE

Senior Macro & Allocation
Strategist, Global Evolution

Marchés émergents et pré-émergents : décorrés, sous-investis, sous-estimés

Les politiques d'assouplissement au niveau mondial et l'évolution des contours de la mondialisation créent un terrain fertile pour les investisseurs obligataires sur les marchés émergents et pré-émergents. Nous avons identifié trois thèmes clés qui devraient orienter ces marchés en 2025 :

1. L'environnement « carry » n'est pas celui de nos parents. Les marchés ne peuvent plus compter sur les banques centrales des pays méditerranéens à l'attitude conciliante pour soutenir la dette de l'environnement « carry » des pays émergents. Principale raison : l'inflation. Les nouvelles largesses budgétaires et les contours changeants de la mondialisation, avec des chaînes d'approvisionnement mondiales et une démographie redessinées, impliquent une détérioration de l'arbitrage entre croissance et inflation. Des risques d'inflation structurellement plus élevés signifient que les banques centrales seront plus réactives et que les cycles de réduction des taux devraient être plus courts. Dans le même temps, les risques géopolitiques restent élevés. Nous prévoyons des hauts et des bas plus courts et plus fréquents dans l'appétit mondial pour le risque et, par conséquent, un environnement de marché plus tactique. Les approches actives et souples de l'allocation d'actifs dans les pays émergents devraient donc être récompensées.

2. Décorrés, sous-investis, sous-estimés : les marchés pré-émergents pourraient constituer la réponse à certains des enjeux les plus préoccupants de 2025. Les marchés sont dominés par deux risques top-down - une incertitude géopolitique élevée dans le sillage de l'élection américaine et des risques d'inflation structurellement plus élevés. Les marchés pré-émergents offrent une diversification unique, réduisant efficacement la sensibilité des portefeuilles obligataires à ces risques sans compromettre le potentiel de rendement. Tout d'abord, les obligations des marchés pré-émergents ont une durée nettement inférieure à celle des grands indices obligataires

des pays émergents et des marchés obligataires « core ». Cela signifie que les pertes potentielles seront plus limitées si les rendements des obligations « core » augmentent encore dans un contexte d'inquiétudes inflationnistes latentes. En 2022, lorsque la plupart des segments obligataires ont subi de lourdes pertes en raison d'une inflation galopante, les marchés pré-émergents ont enregistré des pertes limitées et se sont redressés plus rapidement que les obligations classiques. Deuxièmement, les marchés pré-émergents sont davantage influencés par le risque idiosyncratique que par des facteurs globaux. Par exemple, la dette des marchés pré-émergents présente une corrélation plus faible avec les indices de risque géopolitique mondial que la dette des pays émergents à devise forte ou les obligations high yield des États-Unis. Dans le même temps, la dette des marchés pré-émergents ne sacrifie pas le potentiel de rendement, puisqu'un rendement à l'échéance d'environ 14 % offre un niveau de rendement satisfaisant.

3. Un élan décisif : la dynamique des réformes est récompensée. Nous sommes particulièrement optimistes quant aux pays émergents qui font preuve d'un élan décisif en matière de réformes fiscales et monétaires. Nous avons identifié un groupe de pays notés BB dont les données sont en progression et qui, selon nous, sont sur la voie de l'obtention d'un statut « investment grade », plusieurs d'entre eux étant susceptibles de porter leurs fruits au cours de l'année 2025. Plus haut sur la courbe de risque, la Turquie se distingue par ses récents changements de politique économique et ses taux réels punitifs à long terme, qui favorisent les opportunités de carry trade. L'Équateur, porté par de nouvelles politiques gouvernementales, et l'Argentine, qui présente un potentiel de redressement macroéconomique, sont également dans notre ligne de mire

ACTIONS



Les marchés actions américains poursuivent leur progression



DONALD TOWNSWICK
CFA, Director of Equity
Strategies, Conning

Chez Conning, nous nous attendons à un rendement classique du marché des actions en 2025, de l'ordre de 7 à 9 %, et nous voyons plusieurs facteurs qui confortent ce point de vue.

Nous pensons que les bénéfices de 2025 seront élevés et que les prévisions de bénéfices pour 2026 le resteront également, ce qui devrait avoir un effet positif sur les rendements du marché, puisque celui-ci repose sur un mécanisme d'actualisation à terme. Les estimations consensuelles de FactSet pour l'année 2025 prévoient actuellement une croissance des bénéfices de 14,6 % et de 13 % pour l'année 2026. Même si nous devions connaître des contractions successives en 2025, ces taux de croissance devraient permettre une appréciation des valeurs en 2025.

Le recul de l'inflation devrait également contribuer à des rendements positifs sur le marché actions. L'inflation amenuise le pouvoir d'achat réel du consommateur et tend également à réduire la confiance des consommateurs, deux facteurs négatifs pour le marché. Au cours des deux dernières années, l'inflation est passée de 9 % à près de 3 %, grâce à la politique monétaire restrictive de la Réserve fédérale américaine.

Cette baisse de l'inflation devrait permettre à la Fed d'assouplir encore sa politique monétaire restrictive. Les

attentes actuelles du marché impliquent plusieurs réductions des taux de la Fed en 2025, ce qui devrait être positif pour les actions, car les bénéfices futurs des entreprises seront actualisés à un taux plus bas, et des taux plus bas ont tendance à stimuler une croissance économique plus forte.

La nouvelle administration Trump devrait être positive pour les actions, en particulier si le président de la Commission fédérale du commerce est remplacé. Si tel est le cas, nous devrions nous attendre à une série de fusions et d'acquisitions d'entreprises qui pourraient entraîner une hausse des prix des actions. D'une manière générale, la nouvelle administration est également plus orientée vers un allègement de la réglementation, ce qui est également positif pour les actions. Les actions pourraient aussi bénéficier d'une reconduction de la loi de 2017 sur les réductions d'impôts et les emplois (Tax Cuts and Jobs Act), ainsi que d'une nouvelle réduction du taux d'imposition des sociétés.

Enfin, si le marché actions semble actuellement cher (il se négocie à un ratio cours/bénéfice de 27), cette évaluation est faussée par un petit groupe de valeurs technologiques très chères et de grande taille. Si le marché atteint la croissance anticipée des bénéfices, cela devrait entraîner un mouvement de hausse qui pourrait générer des rendements positifs dans le reste du marché⁵.

Les petites capitalisations américaines : une lueur d'espoir dans le monde des actions

Dans l'ensemble, nous pensons que le marché américain des petites capitalisations continue de briller dans le paysage global des actions, et nous pensons que la généralisation des performances au-delà du petit groupe de sociétés technologiques, connu sous le nom de « *Magnificent 7* », devrait être de très bon augure pour la gestion active des petites capitalisations en 2025. Ces dernières années, les atouts et les perspectives des petites capitalisations ont fait l'objet de nombreux débats, principalement en raison de leur sous-performance historique par rapport aux grandes capitalisations. Toutefois, ce discours a évolué au cours des six derniers mois, car les performances ont commencé à changer de manière significative : l'indice Russell 2000 Total Return s'est apprécié de près de 19 %, surperformant l'indice S&P 500 de plus de 500 points de base.

Plusieurs éléments positifs sont à noter. Tout d'abord, les petites capitalisations se comportent généralement bien pendant les cycles de réduction des taux américains et jusqu'à un an après la dernière réduction des taux. En outre, les petites capitalisations se sont toujours bien comportées après les élections présidentielles, l'incertitude préélectorale se dissipant, une tendance qui remonte à 1928. Nous observons également plusieurs thèmes importants dans l'ensemble du marché des actions. Alors que le secteur américain des biens consommation a été en retrait en 2025, nous entrevoyons de bonnes perspectives pour de meilleures performances en 2025. La valeur nette du patrimoine des ménages américains continue d'atteindre des niveaux record

et, bien que les taux d'intérêt élevés et surtout la volatilité des taux aient incité certains consommateurs à la prudence, une politique plus neutre de la Fed renforcera la confiance des consommateurs, car le marché du travail est stable et les craintes d'une récession se sont dissipées.

En outre, la technologie continue d'être un domaine passionnant dans le paysage des petites capitalisations. L'enthousiasme pour l'IA et les cycles de dépenses qui y sont liés se sont étendus au-delà des sociétés technologiques à grande capitalisation, et nous voyons des opportunités significatives dans l'univers des petites capitalisations. La fabrication de semi-conducteurs de pointe reste soutenue et l'expansion des datacenters pour soutenir l'IA reste un secteur de croissance évident pour les années à venir. Les logiciels ont également commencé à surperformer, grâce à l'accent mis sur le « cloud computing » (utilisation de serveurs à distance) à l'échelle mondiale, les entreprises souhaitant se doter de meilleures capacités d'analyse. Enfin, comme nous l'avons indiqué par le passé, nous prévoyons une croissance positive significative des bénéfices des petites capitalisations en 2025. Alors que le rythme de cette croissance devrait s'accroître, nous notons également des corrections positives des prévisions de bénéfices des petites capitalisations au cours des derniers mois. Ces éléments, combinés à la valorisation toujours bon marché des petites capitalisations par rapport à leurs homologues à grande capitalisation, nous rendent optimistes quant à notre stratégie de sélection de titres ciblée⁶.



BRAD MCGILL
Portfolio Manager
US Small Cap,
Aperture Investors

aperture
investors**ANIS LAHLOU**CIO European Equities,
Aperture Investors

Innovation européenne : des actifs sous-évalués avec un potentiel de croissance

Les actions européennes clôturent une nouvelle année derrière leurs homologues américaines, ce qui en fait l'une des classes d'actifs les plus sous-évaluées à l'échelle mondiale. La croissance historiquement plus lente de la région et les inquiétudes actuelles concernant les droits de douane potentiels des États-Unis ont contribué à ce pessimisme, surtout si l'on considère que l'Europe dépend des exportations vers les États-Unis et la Chine, soit directement, soit indirectement par l'intermédiaire des réseaux mondiaux d'échanges commerciaux. Pourtant, ces préoccupations cachent une opportunité : les secteurs d'innovation en plein essor de l'Europe (par exemple, l'application de l'IA à la production et aux services) restent à notre avis négligés et sous-évalués, ce qui ouvre la voie à un retournement de situation potentiel.

Bon nombre des investisseurs auxquels nous nous adressons ont adopté une sous-pondération structurelle des actions européennes, et se demandent si les valorisations suffisent à les convaincre de se tourner à nouveau vers le vieux continent. Toutefois, à l'approche de 2025, nous souhaiterions mettre en lumière trois facteurs importants qui pourraient changer la donne.

Premièrement, les spécialistes du marché ont déjà pris en compte l'impact potentiel des droits de douane américains dans leurs prévisions, avec des attentes modérées concernant les bénéfices par action (BPA), de l'ordre de

3 à 5 %, devançant ainsi les prévisions de révisions à la baisse du STOXX 600 pour les BPA 2025, de l'ordre de +8 %. En fait, nous pensons que le marché a déjà partiellement intégré l'impact des tarifs douaniers ; s'il est moins important, les actions européennes pourraient bénéficier d'un potentiel de hausse significatif.

Deuxièmement, alors que les risques géopolitiques et les différends tarifaires restent des facteurs déterminants, l'Europe pourrait se trouver avantagée si la paix s'installe en Ukraine. Les efforts de reconstruction stimuleraient la demande dans les secteurs du bâtiment, de la construction et des infrastructures régionales, et favoriseraient le déploiement rapide de solutions innovantes dans les technologies de la construction, l'automatisation et la gestion de projets pilotée par l'IA.

Enfin, les défis de l'Europe pourraient se transformer en opportunités réelles si la BCE adopte une position d'assouplissement monétaire plus agressive, apportant un soutien essentiel à l'activité économique et se dissociant même de la trajectoire de la Réserve fédérale. Les secteurs liés à l'IA, à la robotique et à l'automatisation pourraient bénéficier de flux d'investissement accrus, car l'environnement monétaire favorable stimule la demande d'innovation.

Est-ce le moment de reconsidérer les petites et moyennes capitalisations européennes ?

Pendant la majeure partie des 30 dernières années, les petites capitalisations ont été perçues comme l'un des segments les plus intéressants en matière d'investissement, car elles présentent un éventail de sociétés de grande qualité, diversifiées et performantes. En fait, elles ont massivement surperformé les grands indices et grâce à un niveau plus faible de publication de la recherche sell-side, il était de plus possible, pour un investisseur actif, de trouver un nombre significatif de sociétés sous-évaluées, générant une source importante d'alpha.

Bien que la plupart de ces constats soient toujours d'actualité, les petites capitalisations sont passées de mode au cours des trois dernières années, affichant une sous-performance de près de 25% par rapport aux principaux indices et enregistrant des décollectes annuelles record, qui ne se sont que partiellement inversées récemment. Des taux d'intérêt plus élevés, un écart important de distribution de dividendes par rapport aux grandes capitalisations et la concentration de la croissance des bénéfices sur quelques méga-capitalisations dans les domaines de l'IA et de la technologie ont contraint les investisseurs à se concentrer sur les grandes capitalisations, les petites capitalisations se négociant à des prix plus attractifs que jamais, en termes absolus mais surtout en termes relatifs. En fait, au cours des 20 dernières années, les petites capitalisations européennes se sont souvent négociées à des prix supérieurs aux grandes capitalisations (prime moyenne sur le ratio cours/bénéfice de près de 20 % depuis 2006 et d'un peu moins de 10 % depuis 1994), notamment en raison de leur croissance et de leurs qualités. Cependant, à partir de 2021, elles ont commencé à se déprécier, se négociant avec une décote

à deux chiffres. Il semble y avoir un décalage entre la vision du marché public et celle du marché privé, si l'on considère les multiples que les sociétés de capital-investissement et les acheteurs professionnels sont prêts à payer dans le cadre de transactions privées, et la prime significative par rapport aux prix de négociation requise exigés pour les fusions-acquisitions sur le marché coté. Heureusement, la plupart de ces facteurs négatifs s'estompent. Certains pourraient même devenir des moteurs de croissance. En effet, les taux d'intérêt en Europe ont cessé d'augmenter et devraient diminuer au cours des deux prochaines années, ce qui compensera la proportion plus élevée de dettes à taux variable de la classe d'actifs (par rapport aux grandes capitalisations) et facilitera le financement des opérations de fusion/acquisition. L'année prochaine, les différentiels de distribution et de croissance des bénéfices devraient s'améliorer pour les petites et moyennes capitalisations, ce qui contribuera à restaurer leur qualité et leur croissance et suscitera probablement un regain d'intérêt. De plus, dans un marché préoccupé par d'éventuels droits de douane américains, elles bénéficient d'une plus grande exposition nationale que leurs homologues de grande taille. Bien qu'il ne s'agisse pas d'un scénario de base, les petites capitalisations ont historiquement tendance à être plus cycliques que le marché dans son ensemble, de sorte que toute nouvelle inquiétude concernant une décélération significative, une récession ou un repli du marché pourrait entraîner une sous-performance supplémentaire de 0 à 5 %. Mais dans ce scénario, le cas d'investissement serait, selon nous, encore plus attractif sur un cycle de marché de trois ans⁷.

**LUCA FINÁ**Head of Active Equity,
Generali Asset Management

Les valeurs technologiques sont à des niveaux raisonnables, alors que les signes d'un cycle de demande croissante se font sentir

Nous pensons que le secteur des technologies présentera de nombreuses opportunités en 2025, grâce à un rebond cyclique des budgets consacrés à la numérisation et à l'accélération de l'adoption de solutions d'IA prêtes à l'emploi. Les budgets informatiques au niveau mondial commencent tout juste à sortir d'un ralentissement cyclique prolongé. De nombreux indicateurs positifs suggèrent que, dans l'ensemble, le secteur de la technologie peut générer de solides prévisions de bénéfices à l'avenir.

Malgré les inquiétudes liées aux niveaux de performance des valeurs technologiques souvent évoquées dans les médias, les indices technologiques à pondération égale se négocient à un niveau 5 fois inférieur à celui de janvier 2024, soit 19 fois les bénéfices par action, en raison du début d'une reprise du cycle des bénéfices et d'une performance décevante depuis le début de l'année (+8 % jusqu'à la fin du mois d'octobre, contre +50 % pour les « Sept Magnifiques » et +31 % pour le MSCI ACWI IT). Nous considérons que des valorisations de départ plus faibles combinées à des fondamentaux en progression sont la preuve d'un développement du marché, qui pourrait s'éloigner des méga-capitalisations.

Dans le domaine de la technologie, nous pensons que l'IA restera le thème le plus porteur. Les sociétés qui bénéficient de l'adoption de l'IA devraient continuer à bien se comporter, car les fondamentaux continuent à se renforcer de manière significative. Nous sommes convaincus que ce sont ces fondamentaux qui déterminent la performance des actions et qui distinguent l'ère de l'IA des bulles technologiques spéculatives précédentes, telles que celle des dot-com. Nous nous attendons à ce que les investissements dans le secteur de l'infrastructure de l'IA augmentent de manière significative en 2025, principalement sous l'impulsion des grandes entreprises technologiques qui allouent massivement des ressources à la construction de modèles de base dans une course à l'Intelligence Artificielle Générative. Il est important de noter que ces entreprises qui investissent dans la technologie sont extrêmement bien capitalisées, qu'elles génèrent des

liquidités et qu'elles occupent des positions dominantes sur le marché. Elles peuvent continuer à investir durablement dès lors qu'elles commencent à percevoir un retour sur investissement.

En dehors de l'évolution globale des actions, nous pensons que ce qui changera en 2025, c'est qu'à l'image des fabricants de pelles et de pioches qui furent les grands gagnants de la ruée vers l'or, ce ne seront plus seulement les grands fournisseurs d'équipement nécessaire à l'essor de l'intelligence artificielle (IA) qui bénéficieront seuls de la frénésie boursière suscitée par l'IA.

Plus précisément, nous pensons que les fonctions et les applications informatiques basées sur l'IA peuvent contribuer à la rentabilité de l'IA en apportant de véritables améliorations de la productivité pour leurs clients. Par conséquent, nous pensons qu'en dehors de NVIDIA et des bénéficiaires des centres de données d'IA, certains éditeurs de logiciels commenceront à voir des commandes gérées par l'IA, ou du moins facilitées, ce qui entraînera une croissance exceptionnelle pour des sociétés telles que ServiceNow et GitLab. Il s'agit d'une opportunité, car les sociétés de logiciels en tant que service (SaaS) sont en baisse de 1 % depuis le début de l'année, avec des performances nettement inférieures à celles des semi-conducteurs. Avec un potentiel d'amélioration de la demande et des valorisations inférieures de plus de 30 % au niveau de 2019, nous pensons que ces logiciels peuvent générer de solides rendements ajustés du risque au cours des douze à dix-huit prochains mois et pour cela nous avons récemment commencé à augmenter notre surpondération sur ce secteur⁸.



DAVID RAINVILLE
Portfolio Manager,
Tech Portfolio Manager,
Sycamore AM



**MULTI ACTIFS &
STRATÉGIES
ALTERNATIVES
LIQUIDES**

**CEDRIC BARON**

Head of Asset Allocation
Products,
Generali Asset Management

Repenser le risque à la veille de Trump 2.0

La réélection de Trump soulève de nombreuses questions pour les investisseurs en 2025. Elle ouvre la porte à plus de protectionnisme, plus de mesures fiscales de relance et un marché du travail plus tendu, tout cela empêchant les baisses de prix et « plaçant une pierre dans la chaussure » des banques centrales. Si l'on ajoute à cela l'instabilité géopolitique, nous pensons que les prix des actifs devraient être particulièrement volatils l'année prochaine, qu'il s'agisse des actions ou des obligations.

Cependant, la volatilité, qui correspond à l'écart-type d'une distribution classique, n'est peut-être pas la bonne traduction du risque encouru par les investisseurs dans cet environnement imprévisible. Nous pensons que les rendements de l'année prochaine sont davantage une question de « risques de traîne » (à la fois à la hausse et à la baisse). L'administration Trump entraînera des conséquences sur la croissance, l'inflation, la politique monétaire et la géopolitique, ce qui augmente le risque de conséquences extrêmes pour les prix des actifs.

Les mouvements de marché majeurs se produisent lorsque les convictions sont fortes, que le positionnement est tendu et que les risques extrêmes ne sont pas bien reflétés dans les portefeuilles. Nous pensons que nous sommes proches de cette situation sur les marchés actions américains. D'autre part, certaines régions totalement ignorées par la plupart des investisseurs internationaux, comme l'Europe et la Chine, pourraient bénéficier d'un soutien positif potentiel.

La fin de la guerre en Ukraine atténuerait les problèmes de prix du gaz en Europe et soulagerait de nombreuses entreprises allemandes. Le soutien fiscal qui a commencé à être annoncé en Chine pourrait être suivi de mesures encore

plus ciblées sur les consommateurs et relancer la croissance ainsi que l'intérêt des investisseurs internationaux. Dans cet environnement très incertain, nous pensons que les stratégies multi-actifs sont particulièrement bien adaptées pour diversifier les risques dans un environnement fragmenté, pour mettre en place des couvertures structurelles et pour se positionner en cas d'événements extrêmes potentiels.

En effet, alors que notre allocation tactique d'actifs, qui repose sur une combinaison d'analyses fondamentales et quantitatives, permet d'améliorer la performance de notre allocation stratégique d'actifs par des mouvements d'allocation, nos stratégies d'overlay sont conçues pour ajouter de la valeur dans des environnements incertains tels que celui que nous venons de décrire. L'utilisation d'options sur les marchés d'actions et d'obligations offre la possibilité d'améliorer les rendements en bénéficiant des scénarios de hausse et en atténuant les baisses du marché. Nous ciblons spécifiquement deux types d'atténuation : les stratégies d'options pour les cas limités et les stratégies systématiques pour les cas extrêmes, conçues pour réagir aux événements extrêmes tout en limitant l'impact négatif du portage.

Par ailleurs, nous analysons un grand nombre de segments de marché afin de sélectionner les meilleures opportunités de hausse grâce à des actifs particulièrement sous-évalués et délaissés qui se prêtent bien à une gestion par options et qui bénéficient le plus d'un changement de stratégie d'investissement entraînant des mouvements de correction importants. Nous pensons que cette dimension de notre processus d'investissement sera particulièrement adaptée à l'environnement d'investissement Trump 2.0.

Les évolutions des marchés mondiaux offrent des opportunités liées à la dislocation des prix

Les marchés mondiaux subissent des changements importants, créant des opportunités de capitaliser sur les dislocations de prix à travers les secteurs et les régions. Le « *Trump Trade* », qui a dominé le paysage de l'investissement au cours des derniers trimestres, devrait s'estomper d'ici le début de l'année 2025. Lorsque le marché se stabilisera, ces changements pourraient révéler des perspectives intéressantes.

Nous sommes dans un cycle économique très long, soutenu par des dépenses publiques considérables et d'importants déficits budgétaires dans les économies développées. Cela souligne la dynamique existante, à savoir que les bilans des entreprises restent solides alors que les ratios d'endettement des gouvernements continuent d'atteindre des sommets historiques. Cette disparité favorise le resserrement des écarts de crédit, en particulier pour les obligations d'entreprises de qualité, qui sont désormais considérées comme les « nouveaux actifs sans risque » dans de nombreux pays développés. En revanche, la dette souveraine, avec ses ratios dette/PIB élevés, présente un profil de risque différent - pensons par exemple à la France ou à l'Italie, où des situations politiques incertaines compliquent l'analyse du risque des obligations souveraines.

Pour 2025, nous pensons que les investisseurs pourraient stratégiquement tirer parti des domaines où les bouleversements créent de la valeur. Les marchés d'actions américains, qui bénéficient de mesures de relance prolongées, montrent des signes de valorisation excessive. Dans le même temps, les actions européennes se négocient avec des décotes significatives, plombées par la vigueur du dollar américain et les incertitudes géopolitiques.

Cet écart de valorisation entre les actions européennes et américaines offre des opportunités de sélection de titres, en particulier dans les secteurs positionnés pour bénéficier de la

transition énergétique, du développement des infrastructures et de politiques publiques favorables.

Les marchés émergents offrent deux voies d'exploration. Malgré les pressions géopolitiques et monétaires, certaines obligations d'entreprises se négocient plus favorablement que leurs homologues souveraines. Des pays comme le Brésil et le Mexique présentent à la fois des défis et des opportunités en raison des fluctuations monétaires et des liens économiques avec les politiques commerciales des États-Unis. Une dépréciation potentielle de leur monnaie serait un bon signal d'achat pour les zones délaissées, tant sur les marchés actions que sur les marchés obligataires. Les tarifs douaniers et d'autres facteurs externes ajoutent de la complexité à ces scénarios, mais une stratégie d'investissement flexible peut permettre de découvrir des opportunités intéressantes. Avec le recul du « *Trump Trade* », une stratégie équilibrée entre le positionnement de la courbe à court et à moyen terme devrait permettre d'exploiter au mieux les avantages des taux réels. Les marchés émergents dont les politiques économiques rigoureuses maintiennent des taux réels élevés se distinguent par leur potentiel de hausse. Par ailleurs, la position de la Chine, relativement isolée des changements géopolitiques globaux, favorise également les investissements ciblés dans des secteurs indépendants des tendances macroéconomiques mondiales.

Bien que des risques subsistent, l'évolution du marché devrait révéler des opportunités pour des stratégies flexibles et diversifiées qui permettent de capitaliser sur les variations du marché. Nous continuons à nous concentrer sur un profil flexible qui évolue entre les actions des marchés développés, les actifs des marchés émergents et les secteurs tirés par les dépenses publiques, les changements structurels et les monnaies sous-évaluées.



MAURO RATTO

Co-founder and Co-CIO,
Plenisfer Investments

Le crédit alternatif et les hedge funds multi-stratégies devraient se distinguer en 2025



ALEXANDER SCHOENFELDT
Head of Investments,
Lumyna

En 2024, nous avons assisté à un changement radical de perspectives en matière d'investissement et de stratégie, entraîné par des conditions de plus en plus contrastées sur les marchés mondiaux. L'affaiblissement continu des marchés européens et chinois contraste fortement avec la croissance relativement soutenue des États-Unis, qui pourrait être encore renforcée par les mesures de relance budgétaire prises par la nouvelle administration. Le Japon, tout en connaissant des performances économiques relativement modestes, reste dans un cycle de relèvement progressif des taux d'intérêt, ce qui contraste fortement avec les réductions de taux opérées par la plupart des autres banques centrales des marchés développés.

Les actions ont enregistré de très bonnes performances aux États-Unis cette année, même si les bénéfices ont été générés par un petit nombre d'entreprises technologiques très recherchées. Les fonds spéculatifs ont réalisé une performance solide, les données d'UBS jusqu'à fin octobre indiquant un rendement de 10 % depuis le début de l'année, bien qu'avec un profil de volatilité beaucoup plus conservateur que celui des actions. Cette situation contraste fortement avec les marchés mondiaux des obligations, qui sont largement stables pour l'année, restant en arrière des actions et des fonds spéculatifs.

Dans ce contexte, une allocation sur des stratégies alternatives liquides d'OPCVM pourrait constituer un atout majeur au sein des portefeuilles des investisseurs à long

terme, car la possibilité d'accéder à différentes sources de rendement peut élargir la gamme de solutions à la disposition des investisseurs et devrait permettre aux portefeuilles 60/40 de bénéficier d'un profil risque/rendement global nettement plus favorable.

Chez Lumyna, nous continuons à identifier des opportunités intéressantes pour les stratégies de crédit alternatives, car nous prévoyons que les taux resteront élevés plus longtemps, en particulier aux États-Unis. Par ailleurs, alors que les écarts de rendement des instruments de crédit les mieux notés sont assez serrés, les fonds qui ont un objectif de gestion opportuniste et qui peuvent tirer parti de situations liées à des opérations de refinancement ou de crédits qui ont été suspendus en raison de problèmes à court terme qui sont en train d'être résolus offrent des rendements potentiels bien plus élevés.

Les fonds spéculatifs multi-stratégies qui peuvent allouer de manière opportuniste un large éventail de classes d'actifs devraient également bénéficier de l'environnement actuel, car ils peuvent déployer efficacement des capitaux dans les situations les plus attractives dans un paysage d'investissement qui évoluera probablement rapidement. En résumé, nous sommes optimistes quant à l'année à venir et pensons que les alternatives liquides sont bien placées pour capitaliser sur les opportunités et les défis qui se présenteront au cours des prochains mois.



DETTE PRIVÉE & ACTIFS RÉELS

Les fusions-acquisitions, l'Intelligence Artificielle et les investissements «*purpose-driven*» devraient être les moteurs de la dette privée en 2025



SANDRINE RICHARD
Head of Direct Private Debt,
Generali Asset Management

Le marché européen de la dette privée devrait bénéficier d'une reprise du flux d'opérations de fusions-acquisitions, car il devient plus facile de fixer avec précision le prix des transactions et de les exécuter en raison de la baisse des taux d'intérêt. Les perspectives pour les entreprises en portefeuille sont également positives. La baisse des taux d'intérêt devrait réduire le poids de la dette et faciliter sa gestion, ce qui permettra aux entreprises de mieux canaliser leurs ressources. Bien que les rendements de toutes les classes d'actifs puissent être inférieurs, la prime d'illiquidité inhérente à la dette privée devrait rester intacte, car elle continue de combler le déficit de financement laissé par les prêts bancaires traditionnels. À l'horizon 2025, nous avons identifié les thèmes suivants qui façonnent le paysage de la dette privée.

1. La recherche d'une faible volatilité. Ces dernières années ont été marquées par une volatilité accrue des marchés, due à des événements tels que la pandémie, les conflits géopolitiques, la polarisation politique croissante, les pics d'inflation et la hausse des taux d'intérêt. L'incertitude, qui est désormais une constante sur les marchés mondiaux, incite les investisseurs à rechercher des classes d'actifs offrant une volatilité moindre et des rendements réguliers à moyen et long terme. La dette privée, avec ses accords structurés et ses véhicules d'investissement sur mesure, offre des flux de trésorerie prévisibles et une certaine protection contre les chocs du marché, ce qui en fait un choix de prédilection pour ceux qui recherchent la stabilité.

L'évolution actuelle vers des financements alternatifs, y compris les rachats d'entreprises par des fonds d'investissement privés soutenus par de la dette privée, souligne l'alignement des intérêts entre les détenteurs d'actions et les prêteurs.

2. La diversification associée à la consolidation. Le comportement des investisseurs évolue vers une diminution du nombre de sociétés de gestion d'actifs en raison des contraintes réglementaires, administratives et de conformité.

Cette tendance intervient alors que la collecte est toujours un défi, les données montrant que seul un nombre limité de sociétés de gestion de premier plan attire la majorité des capitaux, la taille et un positionnement stratégique distinct s'avérant cruciaux pour y parvenir. Les investisseurs tirent parti de la dette privée pour diversifier leurs portefeuilles et conserver une bonne maîtrise des risques grâce à des partenariats stratégiques avec des sociétés de gestion d'actifs reconnues.

3. Les investissements «*purpose-driven*» et le capital humain. Les investisseurs souhaitent de plus en plus que leurs investissements aient une finalité et un impact. En mettant l'accent sur le changement climatique, la transition énergétique et les conditions de travail, la dette privée offre un moyen unique aux investisseurs qui désirent investir directement avec des objectifs clairement définis dès le début de l'investissement. La dette des PME conduite par un sponsor soutient en particulier l'intégration ESG, avec une collaboration directe qui permet des indicateurs de performance ESG et des corrections potentielles de marges en fonction des performances en matière de développement durable.

L'intégration de l'ESG a suscité des réactions positives, ce qui renforce le rôle de la dette privée en tant qu'instrument de soutien à la croissance responsable. Enfin, l'intégration de l'IA peut renforcer l'agilité de l'entreprise face aux changements du marché.

Donner la priorité à la durabilité, à la résilience climatique et au capital humain - en valorisant l'expertise plutôt que l'automatisation - restera essentiel.

infrantry

Des rendements résilients : les opportunités liées aux marchés d'infrastructure en actions et en dettes pour 2025



PATRICK LIEDTKE

Chief Client Officer
& Chief Economist,
Infrantry

Les infrastructures continuent de se distinguer comme une classe d'actifs résiliente et dynamique, prête à offrir des opportunités significatives en 2025. Le marché de la dette d'infrastructure a fait preuve d'une résilience remarquable, avec des investissements annuels dépassant 350 milliards d'euros, une tendance qui devrait se poursuivre. L'Europe continue d'offrir une offre solide et des rendements attractifs, portée par des objectifs ambitieux en matière de transition énergétique et de numérisation. Ces tendances sont alimentées par des acteurs de taille moyenne, souvent financés par des fonds privés, qui font preuve d'un grand intérêt pour le crédit dans toute la structure du capital, malgré des taux d'intérêt plus élevés. La structure à taux variable d'une majorité des dettes d'infrastructure, associée à des flux de trésorerie stables, favorise la stabilité des valorisations. Pour ces raisons, nous pensons que les infrastructures restent une classe d'actifs défensive dans un climat économique volatil. Les opportunités de rendement élevé sur le marché de la dette devraient se renforcer, avec une augmentation significative de l'appétit pour la dette d'infrastructure notée Ba et B, qui offre une prime de 200 à 400 points de base par rapport aux obligations d'entreprise. Pour les prêteurs, l'activité de refinancement en 2025 sera particulièrement importante, car les transactions conclues entre 2020 et 2022 arriveront à échéance ou subiront des augmentations de marge. Cette dynamique créera des opportunités de renforcer les positions dans des profils de crédit performants, en particulier sur le marché intermédiaire, où les rôles bilatéraux ou de premier plan dans la structuration des transactions peuvent produire des rendements ajustés au

risque attractifs. Cette dynamique garantit que les écarts et les primes d'illiquidité restent élevés, les transactions de haute qualité continuant à offrir une valeur significative. En ce qui concerne les actions d'infrastructure, l'année 2025 marque un tournant après une période difficile pour la collecte de fonds. En 2023, les volumes de financement ont atteint leur niveau le plus bas depuis cinq ans, et 2024 n'a montré qu'une modeste amélioration. Malgré ces facteurs défavorables, la réévaluation des actifs, avec des taux d'actualisation en hausse de 100 à 250 points de base, a créé un environnement favorable pour les fonds qui ont une trésorerie disponible, prête à être déployée. Les actifs du marché intermédiaire, moins concurrents et plus rentables que les projets de grande envergure, restent particulièrement intéressants. Les investisseurs privilégient de plus en plus les actifs « core+ », y compris les plateformes de développement, qui offrent une forte protection contre les baisses grâce à des garanties contractuelles, des flux de trésorerie stables et des équipes de gestion solides. Les moteurs structurels de long terme continuent également à soutenir les infrastructures. La numérisation, la transition énergétique et les initiatives de relance telles que la loi américaine sur l'investissement dans les infrastructures et l'emploi (*US Infrastructure Investment and Jobs Act*) exigent des niveaux d'investissement considérables, estimés entre 3,3 et 6,3 Md\$ par an. Compte tenu de l'amélioration du sentiment des investisseurs et de la faiblesse de l'allocation des capitaux parmi les investisseurs institutionnels, nous pensons que les infrastructures sont prêtes à enregistrer une croissance dynamique en 2025 et au-delà⁹.

Collaborer avec les services publics : un projet pour l'industrie de l'énergie ?

Nous pensons que les financements privés peuvent jouer un rôle de plus en plus important dans le secteur de l'énergie, en tant que partenaire stratégique des entreprises de services publics. En effet, au cours des cinq dernières années, elles se sont développées rapidement, accumulant une dette importante. Avec la hausse des taux d'intérêt, nombre d'entre elles sont aujourd'hui contraintes de réduire leur endettement tout en maintenant leurs bénéfices. Cette situation offre des opportunités de co-investir avec elles dans des projets de grande qualité. Les sociétés spécialisées dans la gestion d'infrastructures sont en mesure de s'associer avec les services publics pour fournir les fonds propres nécessaires. Les projets étant financés par la société de gestion, cette approche permet aux services publics de continuer à consolider leurs revenus sans pour autant s'endetter davantage. Bien sûr, cela nécessite une structuration et une expertise poussées, mais le résultat est bénéfique pour les deux parties. Les entreprises publiques obtiennent les capitaux nécessaires pour continuer à développer leur portefeuille d'actifs tout en consolidant leurs bénéfices et en conservant un contrôle partagé sur les prises de décision. De leur côté, les investisseurs accèdent à des projets de premier ordre offrant un potentiel de rendement élevé et stable. Et, à mesure que des actifs tels que les centrales à charbon sont progressivement fermés conformément aux objectifs de décarbonisation, les entreprises publiques sont généralement à l'avant-garde de l'investissement dans de nouveaux actifs qui soutiennent la transition vers une énergie propre. Les capitaux privés jouent

donc un rôle crucial dans cette transition en fournissant un financement externe pour les projets d'énergie propre, ce qui permet aux entreprises publiques d'atteindre leurs objectifs de durabilité et d'augmenter leurs bénéfices sans alourdir leur bilan. Ces sociétés de gestion spécialisées répondent aux besoins des entreprises publiques en leur apportant une expertise en matière de structuration, un déploiement rapide des capitaux, la capacité de gérer des investissements importants et une compréhension technique du secteur. En outre, les projets bénéficiant de contreparties solides et d'un cadre contractuel rigoureux pour les phases de construction et d'exploitation peuvent intéresser les investisseurs qui accordent de l'importance à des flux de trésorerie stables et lisibles. Par exemple, les contrats à long terme avec les fournisseurs d'énergie peuvent garantir des revenus provenant de l'électricité produite (fermes solaires par exemple) ou de la capacité fournie (stockage en batterie) pendant 10, 15, voire 20 ans. Dans certains cas, le fournisseur d'énergie peut même être un service public, ce qui permet d'aligner les intérêts des investisseurs. À l'horizon 2025, ces partenariats stratégiques devraient se multiplier, les sociétés de gestion spécialisées comme Sosteneo étant en mesure d'offrir les compétences, la fiabilité et la flexibilité recherchées par les fournisseurs d'énergie. Selon nous, ce modèle est un modèle de collaboration future avec les services publics afin d'accélérer les projets d'énergie renouvelable et d'offrir aux investisseurs un accès sans précédent à des actifs de grande qualité.

sosteneo
Infrastructure Partners

UMBERTO TAMBURRINO

Managing Partner, CEO and
CIO for Europe, Sosteneo

L'assouplissement des conditions financières renforce les perspectives de reprise de l'immobilier commercial



OLIVIER TERRENOIRE
Head of Generali Real Estate Europe

Les perspectives du marché de l'immobilier commercial se sont améliorées en 2024. La croissance économique s'est accélérée en début d'année et, bien que les projections aient été révisées à la baisse au cours du second semestre, la réduction plus rapide que prévu de l'inflation a eu un effet positif sur l'intérêt des investisseurs. Les banques centrales mondiales ont commencé à mettre fin au resserrement de leur politique monétaire, en commençant par la BCE en juin, la Banque d'Angleterre en août et la Réserve fédérale américaine en septembre. La baisse des taux d'intérêt se répercute progressivement sur le secteur immobilier, réduisant ainsi la pression sur les coûts de financement et stimulant l'activité d'investissement. C'est la raison pour laquelle nous pensons que l'immobilier commercial, en particulier le segment «prime», offre des opportunités d'investissement intéressantes, dans la mesure où il peut améliorer la stabilité du portefeuille et contribuer à la performance d'un portefeuille multi-classes d'actifs. L'activité sur le marché européen de l'investissement en immobilier commercial a augmenté au cours des trois premiers trimestres de l'année, et compte tenu des perspectives plus stables favorisées par l'assouplissement des taux d'intérêt, une nouvelle amélioration est attendue.

Nous observons des opportunités d'investissement dans les secteurs de la logistique, de l'hôtellerie et de la dette immobilière commerciale. L'incertitude géopolitique croissante et le risque de perturbations du commerce au niveau mondial incitent les entreprises à restructurer leurs chaînes d'approvisionnement, ce qui entraîne une augmentation de la tendance à la délocalisation et des investissements dans les installations industrielles et logistiques, y compris les entrepôts de distribution et les

plates-formes logistiques en fin de chaîne. L'hôtellerie a connu une année particulièrement positive avec des niveaux d'investissement en hausse dans toute la région EMEA et en particulier en Europe du Sud, où la proportion de chaînes hôtelières internationales reste bien inférieure à celle des États-Unis, même si l'écart devrait se réduire dans les années à venir. Selon GreenStreet, la performance opérationnelle du secteur est revenue aux niveaux pré-pandémiques dans l'UE, alors qu'elle reste inférieure aux niveaux pré-pandémiques aux États-Unis. Le marché de la dette immobilière commerciale offre une opportunité intéressante aux investisseurs immobiliers. Les prêts de premier rang avec des ratios prêt/valeur raisonnables sont conçus pour fournir des flux de trésorerie stables tout en offrant une protection contre les baisses. Cependant, il existe également d'autres options qui offrent des rendements plus élevés en échange d'un niveau de risque plus important (par exemple, les prêts mezzanine).

Plusieurs facteurs structurels auront un impact sur le marché de l'immobilier commercial dans les années à venir. Les tendances démographiques, le télétravail et les nouvelles technologies de l'information et de la communication (TIC) sont autant de facteurs qui influenceront le marché de l'immobilier commercial au cours des années à venir.

Plusieurs études indiquent que le marché de l'immobilier est responsable d'environ 40 % des émissions mondiales de carbone. Chez Generali Real Estate, 19,8 milliards d'euros d'actifs ont fait l'objet d'une certification externe. Il est essentiel d'être à la pointe de ces tendances pour construire un portefeuille résilient¹⁰.



Pour plus d'informations :
www.generali-investments.com

INFORMATIONS IMPORTANTES

Cette communication a été préparée par Generali Investments sur la base des informations et des opinions des sociétés de gestion d'actifs affiliées, en s'appuyant sur des sources internes et externes au Groupe Generali. Bien que ces informations soient considérées comme fiables aux fins du présent document, aucune déclaration ou garantie, expresse ou implicite, n'est faite quant à l'exactitude ou à l'exhaustivité de ces informations ou opinions. Les informations, opinions, estimations et projections contenues dans ce document sont à la date de cette publication et ne représentent que le jugement de la société de gestion d'actifs affiliée respective et peuvent être modifiées sans préavis. Elles ne doivent pas être considérées comme une recommandation, explicite ou implicite, concernant une stratégie ou un conseil d'investissement. Avant de souscrire à une offre de service d'investissement, chaque client potentiel recevra tous les documents prévus par la réglementation en vigueur, qu'il est tenu de lire attentivement avant de prendre toute décision d'investissement. Les sociétés de gestion citées peuvent avoir pris, et peuvent prendre à l'avenir, des décisions d'investissement pour les portefeuilles gérés qui sont contraires aux opinions exprimées ici. Generali Investments et les sociétés de gestion d'actifs affiliées n'assument aucune responsabilité en cas d'erreurs ou d'omissions et ne peuvent être tenues pour responsables des dommages ou pertes résultant d'une mauvaise utilisation des informations fournies dans le présent document.

À propos de Generali Investments

Generali Investments comprend Generali Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio, Infranity, Sycomore Asset Management, Aperture Investors LLC (y compris Aperture Investors UK Ltd), Plenisher Investments S.p.A. Società di gestione del risparmio, Lumyna Investments Limited, Sosteneo S. p.A. Società di gestione del risparmio, Generali Real Estate S.p.A. Società di gestione del risparmio, Conning* et parmi ses filiales Global Evolution Asset Management A/S - y compris Global Evolution USA, LLC et Global Evolution Fund Management Singapore Pte. Ltd - Octagon Credit Investors, LLC, Pearlmark Real Estate, LLC ainsi que Generali Investments CEE. *Comprend Conning, Inc, Conning Asset Management Limited, Conning Asia Pacific Limited, Conning Investment Products, Inc, Goodwin Capital Advisers, Inc (collectivement, « Conning »). Conning fait partie du Groupe Generali, fondé en 1831 à Trieste sous le nom d'Assicurazioni Generali Austro-Italiche et qui est l'un des leaders dans les secteurs de l'assurance et de la gestion d'actifs.